

VGF VERBAND GESCHLOSSENE FONDS e.V., Georgenstr. 24, 10117 Berlin

Bundesministerium der Finanzen  
Herrn Ministerialrat Dr. Michael Kerkloh  
Referat VII B 5

11016 Berlin

Georgenstraße 24  
10117 Berlin

T 030. 3180 49 0-0  
F 030. 32 30 19 79

kontakt@vgf-online.de  
www.vgf-online.de

Hauptgeschäftsführer/Sprecher  
des Verbandes: RA Eric Romba

5. September 2006

**Anwendbarkeit der MiFID auf geschlossene Fonds**

**Ihr Schreiben vom 11. Juli 2006**

**Ihr Zeichen: GZ VII B 5 – WK 6210/06/0004; DOK 2006/0116871**

Sehr geehrter Herr Dr. Kerkloh,

mit Schreiben vom 11. Juli 2006 teilten Sie uns mit, dass Sie angesichts des engen Zeitrahmens für die nationale Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) der Bitte um ein persönliches Gespräch derzeit leider nicht entsprechen könnten.

Zugleich wiesen Sie auf die jederzeit bestehende Möglichkeit hin, konkrete Punkte zum Umsetzungsgesetz bereits im Vorfeld des Gesetzgebungsverfahrens schriftlich ansprechen zu können.

Wir möchten auf diesem Wege die Frage der Einbeziehung geschlossener Fonds in das nationale Umsetzungsgesetz zur MiFID aufgreifen. Wir beziehen uns insofern auf eine entsprechende Anfrage des MdB Frank Schäffler (FDP) an die parlamentarische Staatssekretärin Frau Dr. Hendricks. Mit Schreiben vom 21. Juni 2006 antwortete Frau Dr. Hendricks, dass die Anwendbarkeit der MiFID auf geschlossene Fonds nach Auffassung des Bundesministeriums der Finanzen nicht gegeben sei.

Begründet wird diese Auffassung wie folgt:

**"Ausgangspunkt für die Frage der Einbeziehung der geschlossenen Fonds ist die Definition der Wertpapiere in Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID. Danach findet**

sich im Unterschied zum aktuellen Wertpapierbegriff der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Vorgängerin der MiFID) im Rahmen der Definition auch eine Referenz zu Personengesellschaften. Auf Grund des Wortlauts der deutschen und insbesondere der englischen Textfassung ist für alle unter die Definition fallenden Papiere maßgeblich, dass die Papiere auf dem Kapitalmarkt handelbar und, soweit es sich nicht um Aktien handelt, mit Aktien vergleichbar sind. Diese Voraussetzungen sind nach Auffassung des BMF bei Anteilen an geschlossenen Fonds nicht gegeben.

Bislang sind geschlossene Fonds nur durch die mit Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes eingeführte Prospektpflicht nach dem Verkaufsprospektgesetz reguliert und unterliegen keiner weitergehenden Aufsicht der BaFin. Bei der Auslegung ist auch zu beachten, dass eine Einbeziehung von geschlossenen Fonds und anderen Papieren, die bislang nicht unter den Wertpapierbegriff fallen, weit reichende Konsequenzen u.a. hinsichtlich des Pflichtenkatalogs des Wertpapierhandelsgesetzes, des Kreditwesengesetzes und des Wertpapierprospektgesetzes hätte, die einer eingehenden Kosten-Nutzen-Analyse bedürften."

Der VGF Verband geschlossene Fonds e.V. befürwortet die dargelegte Sichtweise ausdrücklich.

- Mit dem als Anlage beigefügten Vermerk möchten wir die Position Ihres Hauses argumentativ unterstützen. Der Verband würde es begrüßen, wenn die Kernpunkte der dargelegten Argumentation in dem Gesetzesentwurf zur Umsetzung der MiFID verankert werden würden. Zur Klarstellung hielten wir es zudem für förderlich, wenn der Gesetzesentwurf den Hinweis enthielte, dass geschlossene Fonds vom Anwendungsbereich der MiFID ausgenommen sind. Dem Vermerk vorangestellt ist daher ein Vorschlag für die Formulierung einer Gesetzesbegründung zu diesem Punkt.

Für ein persönliches Gespräch stehen wir gerne auch zu einem späteren Zeitpunkt bereit.

Mit freundlichen Grüßen

Eric Romba  
Rechtsanwalt  
Hauptgeschäftsführer VGF

**Anlage**

# Vermerk

An:	Akte
Von:	RA Eric Romba RA Frederik Voigt
Datum:	05.09.2006
Betreff:	Anwendbarkeit des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID auf geschlossene Fonds

- VERTRAULICH -

## Gliederung

- A. **Vorschlag für eine Gesetzesbegründung zur Frage der Nichtanwendbarkeit des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID auf Anteile an geschlossenen Fonds**
- B. **Die Nichtanwendbarkeit des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID auf Anteile an geschlossenen Fonds im Einzelnen**
  - I. **Ausgangslage: Wortlaut des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID**
  - II. **Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt**
    - 1. **Fungibilität (=Austauschfähigkeit)**
    - 2. **Zirkulationsfähigkeit (= Umlauffähigkeit)**
      - a. **Mangelnde Übertragbarkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds**
      - b. **Vertragliche und gesetzliche Einschränkungen der Übertragbarkeit von Anteilen an Personengesellschaften**
  - III. **Vergleichbarkeit mit Aktien**
  - IV. **Zielrichtung der MiFID**
  - V. **Volkswirtschaftliche Bedeutung geschlossener Fonds**
  - VI. **Kosten-Nutzen-Analyse**
  - VII. **Schlussbemerkung**

Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann,  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

## **A. Vorschlag für eine Gesetzesbegründung zur Frage der Nichtanwendbarkeit des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID auf Anteile an geschlossenen Fonds**

Die Nichtanwendbarkeit des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID auf Anteile an geschlossenen Fonds könnte durch eine zusammenfassende Darstellung der Kernargumente in der Gesetzesbegründung zum MiFID-Umsetzungsgesetz wie folgt verankert werden:

**„Anteile an Personengesellschaften, insbesondere Kommanditanteile, die als sog. Publikumsgesellschaften (geschlossene Fonds) ausgestaltet sind, zählen nicht zu den Wertpapieren.**

**Ihnen fehlt es an der Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt, da sie weder die hierfür erforderliche Zirkulationsfähigkeit aufweisen, noch fungibel sind.**

**Beteiligungen an Publikumsgesellschaften sind nicht zirkulationsfähig, da sie nicht als urkundlich verbrieft Inhaberpapiere ausgewiesen und somit ausschließlich durch Abtretung gem. § 398 BGB übertragen werden können. Damit unterscheiden sie sich maßgeblich von verbrieften Wertpapieren, die im Einklang mit dem kapitalmarktrechtlichem Wertpapierbegriff heute zwar regelmäßig in unverbriefter Form sammelverwahrt werden und deren Übertragung durch Buchungsvorgänge abgewickelt wird, die jedoch dem gesetzgeberischen Leitbild zufolge grundsätzlich durch Übergabe nach den §§ 929 ff. BGB zu übertragen sind.**

**Die mangelnde Zirkulationsfähigkeit von Anteilen an Publikumsgesellschaften äußert sich ferner in Einschränkungen hinsichtlich ihrer Übertragbarkeit, die aus verschiedenen gesetzlichen Vorschriften sowie regelmäßig auch aus den gesellschaftsvertraglichen Ausgestaltungen hervorgehen.**

**Der gegenüber Anteilen an Aktiengesellschaften wesentlich umfangreichere Rechkatalog und die daraus resultierende erhöhte Einflussnahmemöglichkeit der Gesellschafter auf unternehmerische Entscheidungen dokumentiert nicht nur die fehlende Handelbarkeit von Anteilen an Publikumsgesellschaften, sie verdeutlicht auch, dass diese nicht mit Aktien vergleichbar sind.**

**Die Ausklammerung von Kommanditanteilen aus dem MiFID-Wertpapierbegriff wurde bereits in der Regierungsbegründung zum Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) festgestellt. Sie führte zur separierten Regelung der Prospektpflicht für geschlossene Fonds im Verkaufsprospektgesetz in der Fassung vom 22.06.2005. Sie wird an dieser Stelle konsequenterweise fortgeführt.“**

## B. Die Nichtanwendbarkeit des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID auf Anteile an geschlossenen Fonds im Einzelnen

### I. Ausgangslage: Wortlaut des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID

Ausgangspunkt ist der Wortlaut des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID. Danach sind **übertragbare Wertpapiere**

***„die Gattungen von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können ... wie***

***a) Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersönlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate; ...“***

Der Wortlaut erweckt den Eindruck, dass lediglich „Anteile an Personengesellschaften gleichzustellende Wertpapiere“ vom Wertpapierbegriff umfasst werden, Anteile an Personengesellschaften selber dagegen nicht. Anteile an Personengesellschaften werden bei der Aufzählung der „direkt“ betroffenen Papiere vor dem Komma nicht genannt („Aktien und andere“).

Die deutsche Übersetzung entspricht im Wesentlichen der englischen Fassung, in der es heißt:

***„shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities...“***

Zu übersetzen wie folgt:

***“Aktien und andere Wertpapiere, die Aktien, Anteilen an Personengesellschaften und anderen Gebilden gleichzustellen sind...”***

Angesichts dieses Wortlautes erscheint es fraglich, ob mit der nur indirekten Bezugnahme auf Anteile an Personengesellschaften diese selber unter den MiFID-Wertpapierbegriff fallen. So ließe die Formulierung etwa den Schluss zu, dass nur indirekte, d.h. über einen Treuhandkommanditisten gehaltene Beteiligungen erfasst werden, während unmittelbare Beteiligungen an Personengesellschaften ausgenommen werden.

Unabhängig davon müssten Anteile an geschlossenen Fonds sowohl nach der englischen als auch nach der deutschen Fassung aber **in jedem Fall „auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können“**.

### II. Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt

Für die Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt ist – gemessen an den bestehenden Begriffsdefinitionen im Wertpapierrecht - grundsätzlich die bloße Eignung zum Handel ausreichend. Nicht erforderlich ist, dass die Anteile tatsächlich gehandelt werden.

Anteile an geschlossenen Fonds werden seit einigen Jahren auf sog. Zweitmärkten gehandelt<sup>1</sup>. Zwar sind die Umsätze und die Anzahl der im Rahmen dieser Zweitmärkte gehandelten Fondsanteile in den vergangenen Jahren stetig gestiegen. So haben sich die Zweitmarktumsätze von ca. 203 Mio. Euro im Jahr 2001 auf ca. 445 Mio. Euro im Jahr 2005 erhöht<sup>2</sup>. Die im Bereich der geschlossenen Fonds in 2005 gehaltenen Fondsanteile repräsentieren ein Fondsvermögen von insgesamt ca. 130 Mrd. Euro<sup>3</sup>. Die genannten Zweitmarktumsätze im gleichen Jahr stellen damit einem Anteil von lediglich 0,34 % des bestehenden und damit theoretisch „handelbaren“ Fondsvolumens dar. Die Liquidität reicht damit bei Weitem nicht an die von Wertpapierbörsen an. So wurden etwa durch den Handel der im Leitindex DAX vertretenen Aktien im vergangenen Jahr insgesamt 946,67 Mrd. Euro umgesetzt<sup>4</sup>, was allein einem täglichen Umsatz von durchschnittlich etwa 3,73 Mrd. Euro entspricht<sup>5</sup>. Angesichts der vergleichsweise minimalen Zweitmarktumsätze erscheint fraglich, ob bei dem Zweitmarkt für geschlossene Fonds überhaupt von einem Kapitalmarkt ausgegangen werden kann.

Im Übrigen hat die Schließung der Düsseldorfer Zweitmarktplattform GEFOX Mitte dieses Jahres gezeigt, dass der Handel mit geschlossenen Fondsanteilen wegen der Bewertungsproblematik Schwierigkeiten ausgesetzt ist, die beim Aktienhandel an einer Börse nicht bestehen.

Zweitmarktplattformen sind zudem keine Börsen im Sinne des Börsengesetzes. Vielmehr erfüllen die Zweitmarktplattformen bloße Maklerfunktionen. Auch eine Bezeichnung, wie z.B. als „Fondsbörse Deutschland“ ändert an dieser rechtlichen Qualifizierung nichts.

Der tatsächlich stattfindende Handel könnte dennoch als Indiz dafür betrachtet werden, dass Anteile an geschlossenen Fonds „auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können“. Nur in Einzelfällen ist allerdings von dem tatsächlichen Handel als ein "Mehr" gegenüber der bloßen theoretischen Möglichkeit eines Handels auf die Handelbarkeit zu schließen<sup>6</sup>.

Für die Handelbarkeit grundsätzlich erforderlich bleibt hingegen die

- **Fungibilität** (Austauschfähigkeit) und
- **Zirkulationsfähigkeit** (Umlauffähigkeit)<sup>7</sup>

### **1. Fungibilität (=Austauschfähigkeit)**

Erforderlich ist, dass die Papiere vertretbar sind. Vertretbar sind Papiere dann, wenn jedes einzelne von Ihnen gleichartige Rechte verkörpert, d.h. sie identisch ausgestaltet sind, sich

---

<sup>1</sup> z.B. Fondsbörse Deutschland ([www.fondsboersedeutschland.de](http://www.fondsboersedeutschland.de))

<sup>2</sup> Loipfinger, Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2006, Kap. 9, S. 28, 29

<sup>3</sup> Scope, Jahrbuch geschlossene Fonds 2006, S. 48

<sup>4</sup> Factbook 2005 der Deutschen Börse AG S. 11

<sup>5</sup> Factbook 2005 der Deutschen Börse AG S. 11, errechnet auf Grundlage von 254 Handelstagen in 2005.

<sup>6</sup> S. 2 Anhang BaFin-Rundschreiben 17/99 zum Wertpapierbegriff

<sup>7</sup> S. 2 Anhang BaFin-Rundschreiben 17/99 zum Wertpapierbegriff

Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

nicht durch ausgeprägte Individualisierungsmerkmale abheben und so untereinander ausgetauscht werden können. Dies ist der Fall, **wenn sie beim Geschäftsabschluss nach Art, Zahl oder Stück bestimmt werden können (= § 91 BGB)<sup>8</sup>**. Nur unter diesen Voraussetzungen sind sie für den Handel am Kapitalmarkt geeignet, weil eine Prüfung von Art und Inhalt der verbrieften Rechte vor jeder einzelnen Transaktion auf den Kapitalmärkten gänzlich unpraktikabel wäre<sup>9</sup>.

Angesichts der individuellen Ausgestaltung von Fondsanteilen ist die Vertretbarkeit im vorstehenden Sinne **nicht** gegeben:

Anders als Aktien werden Anteile an geschlossenen Fonds **nicht nach ihrer Stückzahl bemessen**. Fondsanteile werden vielmehr nach der Beteiligungshöhe bestimmt, die der Anleger – abgesehen von einer zumeist vorgesehenen Mindestzeichnungssumme – in der Regel selbst festlegen kann. Aufgrund dessen kann die Höhe der einzelnen Beteiligung divergieren, da der Anleger stets nur einen Gesellschaftsanteil hält.

Dies bzw. die fehlende Stückelung des Fondskapitals erschwert die Handelbarkeit der Fondsanteile. Dem entspricht, dass § 6 BörSZuIV vorschreibt, dass die kleinste Stückelung und die Anzahl der in dieser Stückelung ausgegebenen Wertpapieren den Bedürfnissen des Börsenhandels und des Publikums Rechnung tragen müssen. So macht es durchaus einen Unterschied, ob eine Fondsbeteiligung in Höhe von z.B. Euro 100.000 zum Handel angeboten wird oder Aktien in Höhe von Euro 100.000 mit einer Stückelung von je Euro 1. Im Fall der Aktien kann der Handel auch erfolgreich sein, wenn sich kein einzelner Käufer findet, der alle 100.000 Aktien zum gesetzten Kurs erwerben möchte. Aufgrund der Stückelung können alle Aktien auch zu gegebenenfalls unterschiedlichen Kursen (innerhalb eines gesetzten Limits) an verschiedene Erwerber veräußert werden. Im Fall des Fondsanteils besteht das Risiko des Scheiterns des Handels, wenn sich kein Käufer findet, der die 100.000 Euro-Beteiligung zum gesetzten Kurs erwerben möchte. Selbst wenn die Zweitmärkte Teilverkäufe durchführen, werden sie nicht an die Stückelung einer 1-Euro-Aktie heranreichen.

Damit sind Anteile an geschlossenen Fonds eher **mit Schecks und Wechseln vergleichbar**, die nach allgemeiner Ansicht mangels Vertretbarkeit nicht als Wertpapiere anzusehen sind<sup>10</sup>.

Die wertmäßige Bestimmung von Fondsbeteiligungen ist zudem dadurch eingeschränkt, dass für jeden einzelnen Anleger verschiedene Konten wie etwa **Kapitalkonten, Entnahmekonten, Verlustvortragkonten** etc. geführt werden. Sogar bei gleicher Beteiligungshöhe können diese Konten aber aufgrund unterschiedlicher individueller Werbungskosten wie z.B. Anteilsfremdfinanzierungen sowie verschiedener Beteiligungszeitpunkte **unterschiedliche Salden** aufweisen.

Die individuelle Ausgestaltung eines Fondsanteils äußert sich zudem durch verschiedene steuerliche Auswirkungen im Falle der Übertragung des Fondsanteils. Zu nennen ist dabei

---

<sup>8</sup> BGB, Palandt, 65. Auflage, § 91 Rn. 1

<sup>9</sup> Kümpel in Schimansky/Bunte/Lwoswki, Bankrechtshandbuch, 2. Auflage Band 3, § 104 Rn. 38

<sup>10</sup> Kümpel in Schimansky/Bunte/Lwoswki, Bankrechtshandbuch, 2. Auflage Band 3, § 104 Rn. 45

Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

etwa die Möglichkeit des Wegfalls des anteiligen gewerbesteuerlichen Verlustvortrags. Bei einer Übertragung von mehr als 95 % der Anteile fällt zudem die Grunderwerbsteuer auf Ebene der Fondsgesellschaft an, § 1 Abs. 2a GrEStG. Außerdem kann sich der Übergang von Fondsanteilen je nach Wohnsitz des Anteilseigentümers steuerlich unterschiedlich auswirken.

## 2. Zirkulationsfähigkeit (= Umlauffähigkeit)

### a. Mangelnde Übertragbarkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds

Wertpapiere sind Urkunden, die ein Wertrecht oder einen Anspruch verkörpern. Die Verkörperung in einer Urkunde macht es möglich, dass die Urkunde durch Übergabe übertragen wird und mit der Übertragung auch das Wertrecht oder der Anspruch übergeht. Die physische Übergabe der Urkunde führt dazu, dass die in der Urkunde verbrieften Rechte übertragen werden. **Eine solche Zirkulationsfähigkeit fehlt dann, wenn ein Wertpapier nur nach § 398 BGB durch Abtretung übertragen werden kann<sup>11</sup>.**

Als Kommanditgesellschaften oder Gesellschaften bürgerlichen Rechts sind geschlossene Fonds als Personengesellschaften ausgestaltet. Die Beteiligung an einer Personengesellschaft ist in zugrunde liegenden Gesellschaftsverträgen fixiert. Gesellschaftsverträgen fehlt aber die Urkundeneigenschaft. Bei ihnen handelt es sich um umfangreiche Vertragswerke, die eine persönliche Rechtstellung einräumen, nicht aber den Inhaber des jeweiligen Vertragswerks berechtigen sollen. **Die Übertragung von Anteilen an Personengesellschaften erfolgt - anders als bei Inhaberpapieren - daher ausschließlich durch Abtretung gem. §§ 398, 413 BGB bzw. bei Übertragung der mittelbaren Beteiligung (Treugeberstellung) durch Vertragsübernahme analog §§ 414, 415 BGB.**

Zwar werden Aktien (und andere Wertpapiere) in der heutigen Zeit **sammelverwahrt** und die **Übertragung regelmäßig durch Buchungsvorgänge abgewickelt**. Auch bei Aktien muss daher nicht zwingend eine verbrieftete Urkunde nach den Grundsätzen des § 929 BGB übertragen werden. Diesem Umstand trägt der **kapitalmarktrechtliche Wertpapierbegriff<sup>12</sup>** Rechnung, indem er davon ausgeht, dass Aktien auch dann Wertpapiere sind, „.... **auch wenn keine Urkunde über sie ausgestellt sind....**“.

Dem Wortlaut nach ist die nicht erforderliche Verbriefung jedoch als Ausnahme von der Regel formuliert. Eine Übertragung durch Übergabe des verbrieften Papiers gem. § 929 BGB ist damit zwar praxisunüblich, **entspricht aber dennoch der Grundidee des Gesetzgebers**. Die entmaterialisierte Übertragung begründet sich in reinen Praktikabilitätserwägungen wie der einfacheren und beschleunigenden Abwicklung von Übertragungen und der Rationalisierung des Depotgeschäfts.

**Anteile an geschlossenen Fonds können demgegenüber auf Grund ihrer rechtlichen Ausgestaltung „per se“ ausschließlich unverbrieft durch Abtretung nach § 398 bzw.**

---

<sup>11</sup> Assmann/Schneider WpHG, § 2 Rn. 10

<sup>12</sup> § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG, § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, § 2 Nr. 1 WpPG etc.  
Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

**Vertragsübernahme übertragen werden.** Die genannten Praktikabilitätsabwägungen spielen demgegenüber keine Rolle.

### **b. Vertragliche und gesetzliche Einschränkungen der Übertragbarkeit von Anteilen an Personengesellschaften**

Die mangelnde Umlauffähigkeit von Anteilen an Personengesellschaften resultiert zudem aus den verschiedenen gesetzlichen und gesellschaftsvertraglichen Bestimmungen, in denen die Übertragbarkeit der Anteile eingeschränkt bzw. erschwert wird.

Folgende gesetzliche Regelungen verdeutlichen, dass die Übertragbarkeit nicht dem Willen des Gesetzgebers entspricht, sie vielmehr als Ausnahme konzipiert ist und bewusst an verschiedene materielle und formelle Hindernisse und Schutzmechanismen geknüpft wird:

- **§ 717 S. 1 BGB: Nichtübertragbarkeit der Gesellschafterrechte,**
- **§ 162 Abs. 1, 106 Abs. 2 HGB: Jeder hinzutretende Kommanditist ist im Handelsregister einzutragen einschließlich der Höhe der jeweiligen Einlage. Der Neu-Kommanditist hat der Komplementär-GmbH oder ggf. dem Treuhandkommanditisten eine notariell beglaubigte Handelsregistervollmacht vorzulegen. Ferner hat der ausscheidende Kommanditist für die Handelsregisterumschreibung gegenüber dem Handelsregister zu erklären, dass er von der Gesellschaft keine Abfindung erhalten hat.**
- **§§ 1822 Nr. 3, 1643, 1908i BGB: Zustimmungserfordernis durch Vormundschaftsgericht bei der Übertragung von Gesellschaftsanteilen an Minderjährige, Betreute und Mündel des Vormundes.**
- **§§ 160, 161 Abs. 2: Ausscheidende Kommanditisten haften über 5 Jahre für bis zum Austritt begründete Verbindlichkeiten der KG nach.**
- **Der Neu-Kommanditist haftet nach § 172 Abs. 4 HGB, soweit er und/oder der ausscheidende Kommanditist Ausschüttungen erhalten hat, die nicht durch einen entsprechenden Gewinn der Gesellschaft gedeckt sind.**
- **Auch im Erb- und Insolvenzrecht wird die Beteiligung an einer Personengesellschaft anders als die Inhaberschaft von Aktien behandelt. Nach § 131 Abs. 3 Nr. 1 HGB führt der Tod oder die Insolvenz eines Gesellschafters zu dessen automatischen Ausscheiden, d.h. die Nachfolge eines aus Sicht der Gesellschaft beliebigen Dritten ist gesetzlich nicht vorgesehen.**
- **In steuerlicher Sicht ist zu beachten, dass ein erkennbar kurz nach Erwerb noch in der Verlustphase geplanter Verkauf der Beteiligung, insbesondere ein expliziter Hinweis im Verkaufsprospekt auf eine jederzeitige Veräußerbarkeit des Fondsanteils, schädlich sein kann, da die Finanzverwaltung dies dazu veranlassen könnte, die steuerlich erforderliche Gewinnerzielungsabsicht zu verneinen und Liebhaberei anzunehmen.**

Der Handel- und Übertragbarkeit stehen darüber hinaus die Organisations- und Kontrollstrukturen von Personengesellschaften entgegen. Im Gegensatz zu Aktionären werden an Personengesellschaften bzw. insbesondere an geschlossenen Fonds beteiligten Anlegern vielfältige Mitwirkungs- und Entscheidungsrechte im Hinblick auf eine aktive längerfristige Mitgestaltung und Fortsetzung der geschäftlichen Aktivitäten der Gesellschaft eingeräumt. Der kurzfristige und zügig abwickelbare Erwerb bzw. die Veräußerung, die der Begriff der Zirkulationsfähigkeit impliziert, widerspricht diesem Leitbild.

Hervorzuheben sind hier insbesondere folgende Rechte:

- **Das Widerspruchsrecht nach § 164 HGB gegenüber Handlungen des persönlich haftenden Gesellschafters (Komplementär-GmbH).**
- **Das Recht zur Einsicht der Bücher und der Geschäftsunterlagen sowie Recht zur Überprüfung der Richtigkeit des Jahresabschlusses, § 166 HGB.**
- **Die Beteiligung an Gewinn und steuerlichem Ergebnis.**
- **Das nicht abdingbare Mitbestimmungsrecht (mind. 3/4-Mehrheitserfordernis) für Beschlüsse bezüglich Grundlagengeschäfte der Gesellschaft (z.B. Verkauf des wesentlichen Gesellschaftsvermögens) sowie für in der Regel weitere im Gesellschaftsvertrag geregelte Gesellschafterbeschlüsse für bestimmte Geschäfte.**

Der Einfluss von Aktionären auf Entscheidungen der Aktiengesellschaft beschränkt sich hingegen im Wesentlichen auf die Abstimmungen im Rahmen der Hauptversammlung (§ 119 AktG). Diese geringfügige Einflussnahmemöglichkeit durch den Anleger erleichtert den Aktienhandel (S.u.III.).

Über die verschiedenen gesetzlichen Bestimmungen hinaus enthalten auch die Fondsgesellschaftsverträge regelmäßig Klauseln, welche die Übertragbarkeit von Fondsanteilen einschränken bzw. erschweren. Diese Klauseln werden teilweise aus Zweckmäßigkeitserwägungen in die Verträge mit aufgenommen.

Typischerweise sind etwa folgende vertragliche Einschränkungen vorzufinden:

- **Vollständiger gesellschaftsvertraglicher Ausschluss der Übertragbarkeit von Fondsanteilen, teilweise aber nur zeitlich befristet,**
- **Zustimmungserfordernis für die Übertragung von Fondsanteilen durch Geschäftsführung, bei Übertragung der mittelbaren Fondsbeteiligung bedarf es der Zustimmung der Treuhänderin. Bei geschlossenen Fonds, die in holländische Immobilien investieren, bedarf es sogar der Zustimmung aller Gesellschafter, da der Fonds andernfalls seine steuerrechtliche Anerkennung als transparente Gesellschaft nach holländischem Recht verlieren würde. Hollandfonds sind damit im praktischen Ergebnis überhaupt nicht handelbar,**
- **Übertragbarkeit nur an bestimmten Stichtagen aus verschiedenen steuerlichen Gründen sowie aus Kosten- und Praktikabilitätsgründen (z.B. Vereinfachung**

der Berechnung von Ausschüttungen sowie der Erstellung von Abschichtungsbilanzen und Steuererklärungen).

### III. Vergleichbarkeit mit Aktien

Frau Dr. Hendricks führt in ihrem Schreiben vom 21.06.06 aus, dass für die Frage der Wertpapiereigenschaft zu prüfen sei, ob geschlossenen Fonds mit Aktien vergleichbar sind. Anknüpfend an die Ausführungen zur Fungibilität und Zirkulationsfähigkeit unter Ziffer II. lassen sich dazu folgende Unterschiede herausarbeiten:

- Als Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft kann der **Wert einer Aktie niemals negativ** sein. **Personengesellschafts- bzw. Fondsanteile können demgegenüber wegen des Wiederauflebens der Haftung nach § 172 Abs. 4 HGB auch nach Einlagezahlung und trotz fehlender Nachschusspflicht auch in Form von Negativverbindlichkeiten bestehen.** Die Beteiligung an einem geschlossenen Fonds als Personengesellschaft widerspricht damit auch dem wörtlichen Verständnis des Begriffs „Wertpapier“. Dieser indiziert, dass ein Papier einen „Wert“ in sich trage. Ein Wertpapier muss daher betragsmäßig bei mindestens „0“ liegen, was bei einer Personengesellschaft nicht zwingend der Fall ist.
- Aktien werden erworben, um sie durch (erhoffte) Kurssteigerungen gewinnbringend veräußern zu können. Dieser wesentliche Zweck ist nur durch Handelbarkeit zu erreichen. In geschlossene Fonds investierende Anleger generieren einen vergleichbaren Wertzuwachs in der Regel nur durch die **Gesamtliquidation des geschlossenen Fonds**. Hierfür ist die Frage der Handelbarkeit der Anteile unerheblich.
- Anteile an geschlossenen Fonds sind ein **langfristiges Investment**, das nicht mit der Absicht gezeichnet wird, es gewinnbringend auf dem Zweitmarkt zu verkaufen. Der Verkauf von Anteilen an geschlossenen Fonds selber geschieht zumeist **„aus der Not heraus“** wegen Todesfall, Scheidung, Geldknappheit etc. Die Absicht der Gewinnerzielung bzw. die Ausnutzung positiver Kursdifferenzen ist beim Verkauf der Anteile hintergründig. Gewinne werden beim Verkauf von Fondsanteilen tatsächlich nur selten erzielt<sup>13</sup>.
- Für Aktiengesellschaften gilt zum Schutz von Gläubigern und Aktionären sog. **Satzungsstrenge**, § 23 Abs. 5 AktG. Von dem Aktiengesetz kann danach im Rahmen des Gesellschaftsvertrages nur in wenigen Fällen, nämlich wenn es das Gesetz zulässt, abgewichen werden.
- **Die Rechte und Pflichten von Aktionären sowie die Beteiligung am Gewinn ist grundsätzlich bei allen Aktien identisch.** Damit können Anleger Anteile an Aktiengesellschaften kaufen und verkaufen ohne sich näher mit der Satzung beschäftigen zu müssen.

---

<sup>13</sup> S. etwa Kurse bei der Fondsbörse Deutschland ([www.fondsboersedeu.de](http://www.fondsboersedeu.de))

Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

- Im Bereich von Personengesellschaften sind nur wenige Vorschriften zwingend, die meisten Regelungen sind dispositiv, so dass ein erheblicher Gestaltungsspielraum besteht. Dies führt dazu, dass die **Rechte und Pflichten sowie die Gewinnbeteiligung von Fonds zu Fonds regelmäßig unterschiedlich ausgestaltet sind**. Der Anleger ist dadurch grundsätzlich gezwungen, sich mit den Inhalten der Gesellschaftsverträge vor einem eventuellen Kauf auseinanderzusetzen (S.o.II.).
- Während Aktiengewinne als Dividenden einkommensteuerlich Einkünfte aus Kapitalvermögen darstellen (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG), begründen geschlossene Fonds Mitunternehmenschaften, deren Gewinnbeteiligungen grundsätzlich als Einkünfte aus Gewerbebetrieb zu qualifizieren sind (§ 15 EStG).

**Beteiligungen an geschlossenen Fonds sind handelbaren Anteilen an Aktiengesellschaften daher insgesamt nicht gleichgestellt.** Konsequentermaßen werden gesellschaftsrechtliche Beteiligungen, die keine Aktien sind, auch im europäischen Ausland nicht als Wertpapiere angesehen.

#### IV. Zielrichtung der MiFID

Ziel der MiFID ist die Fortsetzung der Harmonisierung und Erleichterung des europäischen, grenzüberschreitenden Wertpapierhandels<sup>14</sup>.

Angesprochen werden damit Marktteilnehmer, für die auf Grund von Marktbedeutung, Volumen, Organisationsgrad und Internationalisierung das MiFID-Regelwerk sowie damit zusammenhängend eine KWG-Aufsicht sinnvoll erscheint.

Der Handel mit Anteilen geschlossener Fonds ist geringfügig, zersplittert und deutschlandspezifisch. Als mittelständisch geprägte Branche mit weit überwiegend auf Deutschland begrenzten Vertriebsaktivitäten erscheinen dagegen sowohl die **MiFID als auch die dem KWG zu entnehmenden Anforderungen unpassend bzw. überdimensioniert**.

Nur beispielsweise zu nennen ist hier die in Art. 21 der MiFID niedergelegte Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen („Best Execution“). Die Einhaltung dieser Verpflichtung auf dem Zweitmarkt für geschlossene Fonds erscheint angesichts der bekanntermaßen geringen Liquidität kaum möglich.

Personengesellschaften und insbesondere geschlossene Fonds werden in der MiFID und in den Gesetzesmaterialien außerhalb von Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID trotz möglicher erheblicher Auswirkungen nicht weiter erwähnt. Es muss sich angesichts dessen die Frage gestellt werden, ob es tatsächlich Intention des europäischen Richtliniengebers war mit Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID geschlossene Fonds in den Regelungsbereich der MiFID mit aufzunehmen.

---

<sup>14</sup> Z.B. Erwägungsgründe (1)-(3) der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente MiFID 2004/39/EG  
Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

Nach Ansicht des Verbandes muss eine Auslegung auch unter Zugrundelegung von Sinn und Zweck der MiFID im Ergebnis dazu führen, dass geschlossene Fonds nicht in den Anwendungsbereich der MiFID fallen.

#### **V. Volkswirtschaftliche Bedeutung geschlossener Fonds**

Die Konsequenzen der Einbeziehung geschlossener Fonds in die MiFID und damit verbunden die mögliche Geltung des Kreditwesens- und des Wertpapierhandelsgesetzes wären möglicherweise erheblich. In diesem Zusammenhang ist auf die volkswirtschaftliche Bedeutung der Branche der geschlossenen Fonds hinzuweisen. Zu nennen ist hierbei insbesondere:

- **das Investitionsvolumen von jährlich derzeit ca. 24 Mrd. Euro<sup>15</sup> (Zum Vergleich: Investitionsvolumen der Automobilhersteller 2004: 12,2 Mrd. Euro<sup>16</sup>)**
- **die Attraktivität von geschlossenen Fonds als Kapitalanlageprodukt insbesondere auch für die private Altersvorsorge: geschlossene Fonds erzielen eine kontinuierliche, marktfähige Rendite bei einem vergleichsweise geringem Risiko für Anleger.**
- **als Beispiel die Bedeutung geschlossener Immobilienfonds mit einem jährlichen Investitionsvolumen von derzeit ca. 8,57 Mrd. Euro für volkswirtschaftliche Parameter wie etwa die Schaffung von Arbeitsplätzen: die Erhöhung des Bauvolumens um 0,5 Mrd. Euro schafft eine gesamtwirtschaftliche Nachfrage von 1,2 Mrd. Euro und sichert ca. 12.000 Arbeitsplätze<sup>17</sup>.**

Es ist nicht auszuschließen, dass durch eine Regulierung durch MiFID und Kreditwesengesetz einige Fondsinstitute ihre geschäftlichen Aktivitäten entweder aufgeben oder aber ins Ausland verlagern müssten. Dies könnte einen nicht unerheblichen Verlust von Arbeitsplätzen sowie die Verringerung des Investitionsvolumens in Deutschland zur Folge haben. Von Bedeutung könnte insofern auch die geringfügigere Regulierung von geschlossenen Fonds oder ähnlichen Kapitalanlageprodukten in einigen europäischen Nachbarstaaten wie etwa der Ungarn sein.

Es wäre zudem damit zu rechnen, dass sowohl institutionelle als auch private Anleger Investitionen weiter vermehrt im Ausland tätigen würden.

#### **VI. Kosten-Nutzen-Analyse**

Mit der durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz zum 01.07.2005 eingeführten Prospektpflicht und dem BaFin-Gestattungsverfahren besteht bereits jetzt eine umfangreiche staatliche Regulierung für geschlossene Fonds. Verkaufsprospekte liefern vielfältige

---

<sup>15</sup> Loipfinger, Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2006

<sup>16</sup> Statistisches Bundesamt

<sup>17</sup> Vgl. Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen (1999), Bundesverkehrswegebericht 1992, Sachstandsbericht, Bonn, S. 26  
Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

Informationen über die angebotene Kapitalanlage und geben Rückschlüsse auf Initiatoren und Treuhänder. Zwischen den Fondsinitiatoren und der BaFin findet ein regelmäßiger Austausch statt, durch den Auslegungsunsicherheiten weitest gehend beseitigt werden und die Gestattungspraxis dadurch stetig optimiert und fortentwickelt wird. Hierdurch steigern sich auch der Informationswert und die Transparenz der Kapitalanlage.

Während die Prospektspflicht für geschlossene Fonds im Verkaufsprospektgesetz in der Fassung vom 22.06.2005 geregelt wurde, finden sich die Bestimmungen zur Wertpapierprospektspflicht nunmehr im Wertpapierprospektgesetz, ebenfalls vom 22.06.2005, wieder. Die Trennung ist insbesondere auf die unterschiedliche Art und den unterschiedlichen Umfang der jeweiligen Prospektprüfung zurückzuführen: **während die Prüfung von Verkaufsprospekten rein formeller Art ist, wird bei Wertpapierprospekten auch die inhaltliche Richtigkeit der Angaben geprüft.**

Auch die inhaltlichen Anforderungen an die Prospekte unterscheiden sich grundlegend. Wertpapierprospekte informieren im Wesentlichen über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage und die Gewinne und Verluste sowie über die öffentlich angebotenen oder zum Handel zugelassenen Wertpapiere, § 5 WpPG. Zukunftsaussichten, insbesondere Gewinnprognosen und –schätzungen können, müssen aber nicht abgegeben werden<sup>18</sup>. Verkaufsprospekte müssen demgegenüber auch Einschätzungen und Prognosen hinsichtlich der Entwicklung der Vermögensanlage enthalten. Hervorzuheben ist hierbei § 9 VerkProspV, der differenzierte Angaben zur Anlagepolitik und zu den Anlagezielen voraussetzt.

Würden Anteile an geschlossenen Fonds durch Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID als Wertpapiere anzusehen sein, müssten das Verkaufsprospektgesetz und das Wertpapierprospektgesetz konsequenterweise wieder zusammengeführt werden. Nicht nur erschiene eine solche Vorgehensweise angesichts der in Kenntnis der MiFID 2005 bewusst vorgenommenen Separierung der beiden Gesetze<sup>19</sup> inkonsequent. Sie würde durch die unterschiedliche Ausrichtung der Vorschriften und die unterschiedlichen inhaltlichen Anforderungen einen erheblichen Anpassungsbedarf erfordern, dessen Ergebnis **sowohl die BaFin als auch die Prospektverantwortlichen wiederum vor eine mit Kosten verbundene Umstellung auf neue rechtliche Gegebenheiten und hieraus resultierende Rechts- und Anwendungsunsicherheiten stellen könnte.**

Mit der MiFID-Regulierung könnten Fondsinitiatoren wie Treuhandkommanditisten geschlossener Fonds unter das Kreditwesengesetz fallen. Bei Geltung des Kreditwesengesetzes nach derzeitigem Stand würden die Anwendung und die damit verbundene „Banklizenz“ für die Betroffenen einen hohen organisatorischen und finanziellen Aufwand bedeuten. Nur beispielsweise zu nennen sind hier der Nachweis einer angemessenen Eigenmittelausstattung, ein Anfangskapital von mind. 2,5 Mio. Euro sowie umfangreiche Anforderungen an die Geschäftsorganisation.

---

<sup>18</sup> EU-Prospektverordnung 809/2004, Annex I. Nr. 13

<sup>19</sup> Nach der Regierungsbegründung zum Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 15/4999, Seite 28 sind

Kommanditanteile mangels Fungibilität keine Wertpapiere.

Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

Die im geltenden Kreditwesengesetz verankerten Anforderungen wären zudem im Hinblick auf Fondsinstitute und Fondstreuhänder in vielerlei Hinsicht weder angemessen noch kompatibel. Es ist daher damit zu rechnen, dass **auch die Anwendbarkeit des Kreditwesengesetzes finanziellen Aufwand und Rechtsunsicherheiten verursachende Anpassungen erfordern würde**, in welchen den Besonderheiten der organisatorischen Struktur und der geschäftlichen Aktivitäten der Institute und Streuhänder gegenüber üblichen Kreditinstituten Rechnung getragen werden müsste.

Es ist nicht auszuschließen, dass sich die **durch eine Regulierung für Anbieter geschlossener Fonds entstehende Kosten im Ergebnis teilweise in den offerierten Kapitalanlageprodukten niederschlagen würden**. Fraglich ist, ob eine solche mögliche Konsequenz nicht im Widerspruch zu der eigentlichen Intention der MiFID, der Stärkung des Anlegerschutzes, steht.

Die Branche der geschlossenen Fonds hat in den vergangenen Jahren verstärkt selbstverpflichtende Regeln erarbeitet. Hervorzuheben ist hierbei der allgemein anerkannte Wirtschaftsprüferstandard IDW S4, der die gesetzliche Prospektspflicht flankiert, der, indem er auch die inhaltliche Prüfung von Verkaufsprospekten vorsieht, aber über die Anforderungen des Verkaufsprospektgesetzes hinausgeht. Sämtliche im VGF verbundene Mitgliedsunternehmen unterziehen die von ihnen initiierten Fonds einer Prüfung nach den Maßstäben des IDW S4. Im Juli 2006 ist der IDW S4 in einer aktualisierten Fassung in Kraft getreten, wobei die inhaltlichen Vorgaben teilweise erweitert und an das Verkaufsprospektgesetz angepasst wurden.

Seit einigen Jahren werden zudem Fondsinstitute dazu angehalten, jährlich Leistungsbilanzen herauszugeben. In den Leistungsbilanzen werden die Geschäftszahlen des Unternehmens sowie umfangreiche Angaben zu den Ergebnissen aller laufenden und bereits beendeten Fonds sowie ggf. sonstiger Kapitalanlageprodukte dokumentiert. Die Leistungsbilanzen orientieren sich zumeist an den Vorgaben des sog. „DFI Leistungsbilanz-Fragenkatalogs über Anbieter von Emissionen am freien Kapitalmarkt (Stand: 1996)“ sowie an den VGF-Leistungsbilanzstandards.

In Zusammenarbeit mit dem IDW erstellt der VGF derzeit einen neuen, erweiterten Kriterienkatalog zu den inhaltlichen Anforderungen an Leistungsbilanzen, der die bisherigen VGF Leistungsbilanzstandards noch in diesem Jahr ersetzen wird. Im Rahmen der überarbeiteten Leistungsbilanz-Anforderungen werden erstmals die Besonderheiten der unterschiedlichen Assetklassen im Bereich der geschlossenen Fonds berücksichtigt.

## **VII. Schlussbemerkung**

Nach Ansicht des VGF Verband geschlossene Fonds e.V. fallen geschlossene Fonds nicht unter die Wertpapierdefinition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID. Anteile an geschlossenen Fonds können - wie ausgeführt - weder an einem Kapitalmarkt gehandelt werden noch sind sie mit Aktien vergleichbar.

Der Verband steht Regulierungen – gleich in welcher Form – grundsätzlich positiv gegenüber. Sie können für nachhaltige Transparenz und Anlegerschutz sorgen, was im Ergebnis sowohl Anlegern als auch Anbietern hilft.

Regulierungen sollten aber sinnvoll, nützlich und maßvoll sein. Die Anwendbarkeit des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID auf geschlossene Fonds und die damit verbundenen Konsequenzen für die Branche sowohl durch die MiFID selber als auch durch die mögliche Anwendbarkeit der Vorschriften des nationalen Wertpapierrechts würde diesen Kriterien jedoch zuwiderlaufen.

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.

RA Eric Romba

RA Frederik Voigt